

M&A-TRANSAKTIONEN IN DER PRAXIS ZWISCHEN RATIONALITÄT UND IRRATIONALITÄT

Ergebnisse einer empirischen Dax 30-Studie

Teil 1

Prof. Dr. Annette Blöcher

Mergers & Acquisitions 1/2016

Schriftenreihe Mergers & Acquisitions

© Prof. Dr. Annette Blöcher, 2016

Technology
Arts Sciences
TH Köln

TH Köln - University of Applied Sciences

Eine gekürzte Version dieses Artikels ist erschienen in: M&A Review, 5/2016, S. 159 - 165

Inhaltsverzeichnis

1. M&A-Transaktionen im Spannungsfeld von Rationalität und Irrationalität.	2
2. Untersuchungsdesign der Interviewserie „Rationalität und Irrationalität im M&A-Prozess“ mit den DAX 30-Unternehmen und ausgewählten Beratungsunternehmen.....	3
3. Rationalitätsdefinition in M&A-Transaktionen.....	4
4. Treiber für nicht rationales Verhalten im M&A-Prozess.....	6
4.1. Strategische Faktoren	8
4.2. Manipulierbarkeit der Bewertungsmodelle und Berechnung der Synergieeffekte.....	9
4.3. Gremienentscheidungen, interne Konkurrenz und unterschiedliche Sichtweisen von Gremienmitgliedern	12
4.4. Persönliche Interessen und Incentivesysteme	13
4.5. Bauchentscheidungen und Emotionalität.....	14
5. Die Rolle der Berater und deren Beitrag zur Steigerung der Rationalität im M&A-Prozess	16
6. Offenheit der DAX 30 gegenüber dem Themenkomplex der Irrationalität	19
7. Lessons Learned	21
8. Fazit	24

Literaturverzeichnis

1. M&A-Transaktionen im Spannungsfeld von Rationalität und Irrationalität

Ein Unternehmenskauf ist eine risikoreiche Investition, deren Erfolgsaussichten statistisch gesehen eher gering sind. Es lohnt sich dem M&A-Prozess eine hohe Management-Aufmerksamkeit zu schenken, denn eine erfolgreiche Wertschöpfung entsteht einerseits durch eine möglichst rational getroffene Entscheidung, die auf einer fundierten Planung basiert und zum anderen, durch eine erfolgreiche Integration nach Vertragsabschluss.

Es ist davon auszugehen, dass Akteure in M&A-Projekten in ihrem Entscheidungsverhalten von vielerlei rationalen aber auch irrationalen Faktoren beeinflusst werden. Die Forschung und Teile der Unternehmenspraxis beziehen neben der Annahme der Entscheidungsfindung, gemäß eines größtmöglichem wirtschaftlichen Nutzens, die Tatsache mit ein, dass auch teilweise unvernünftige und unwirtschaftliche Entscheidungen getroffen werden. Kahneman und Tversky haben durch die Verbindung der klassischen Ökonomie mit der kognitiven Psychologie gezeigt, dass menschliche Entscheidungen nicht nur zufällig, sondern sogar systematisch von den Vorhersagen der traditionellen Ökonomie abweichen können.¹

Es ist recht unwahrscheinlich, dass M&A-Projekte aufgrund der sie kennzeichnenden Faktoren Unsicherheit, Komplexität, Zeitdruck und hohe Fachspezifität auf optimale, d.h. rationale Weise abgewickelt werden. Es kann lohnt sich somit Aspekte der Verhaltensökonomie mit in die Betrachtung einzubeziehen.

Ziel der vorliegenden Studie ist es, herauszufinden, wie mit dem Thema Irrationalität in M&A-Prozessen in der Praxis umgegangen wird. Werden die Begriffe Rationalität und Irrationalität von den Unternehmensvertretern unterschiedlich definiert? Welche Treiber für Irrationalität gibt es im M&A-Prozess? Wird das Thema thematisiert? Wie ist die Rolle der Berater im M&A-Prozess: Erhöhen oder verringern Sie die Rationalität im Prozess? Diese Fragen werden im **ersten Teil der meist qualitativen Studie** beantwortet, indem häufig offene Fragen gestellt und ausgewertet werden. Die Antworten werden in Kategorien dargestellt und um Zitate² der Befragten ergänzt. In einem **zweiten Teil der meist quantitativen Studie** werden die Interviewpartner zu konkreten verhaltenstheoretischen Phänomen befragt.

¹ Vgl. Tversky / Kahneman (1974), S. 1124 ff.

² Bei den Zitaten handelt es sich um Originalzitate der Experten, die z.T. gekürzt und um umgangssprachliche Formulierungen bereinigt wurden.

2. Untersuchungsdesign der Interviewserie „Rationalität und Irrationalität im M&A-Prozess“ mit den DAX 30-Unternehmen und ausgewählten Beratungsunternehmen

Um die Fragestellungen zu beantworten wurden **halb-strukturierte Experteninterviews mit 24 Führungskräften der M&A-Abteilungen der DAX 30** (erste oder zweite Führungsebene der M&A-Abteilung) ³ geführt. Die überdurchschnittliche Ausschöpfungsquote zeigt, dass das Interesse an dem gewählten Forschungsgebiet ausgesprochen hoch ist.

Es ist davon auszugehen, dass die DAX-30-Unternehmen aufgrund ihrer Größe, ihrer globalen Präsenz und vor allem aufgrund der Häufigkeit von M&A-Transaktionen über sehr professionalisierte M&A-Prozesse und spezialisierte M&A-Experten verfügen und als exemplarisch für die M&A-Best- Practice gelten. Die durchschnittliche M&A-Erfahrung der befragten DAX 30-Experten beträgt 10,6 Jahre, davon Erfahrung in leitender M&A-Position 6,7 Jahre.

Es wurde vorwiegend nach dem **Erfahrungsschatz der Experten** gefragt und nicht nach Vorgehensweisen oder beobachtbaren Effekten in ihrem konkreten Unternehmen. Wichtiger war es an dem Wissensschatz und den Erfahrungswerten der Experten teilzuhaben.

Zusätzlich wurden **sechs weitere Experteninterviews mit international tätigen M&A-Beratern** in leitender Position geführt: drei Partner aus dem Bereich Transaction Services der Big Four, ein Jurist sowie ein Investmentbanker, die überwiegend große Konzerne betreuen und ein Partner einer M&A-Beratung vorwiegend mittelständischer Unternehmen. Die Aussagen der M&A-Verantwortlichen der DAX-30 werden an einigen Stellen mit deren Anmerkungen gespiegelt. Diese Spiegelung ist besonders wertvoll, da Berater eine Vielzahl von Transaktionen unterschiedlicher Mandanten begleiten und davon auszugehen ist, dass sie weniger emotional involviert sind. Auch sind sie i.d.R. nicht an den

³ Ein Unternehmen war zum Zeitpunkt des Interviews im DAX 30, zum Ende der Studie jedoch nicht mehr; ein Unternehmen war zum Zeitpunkt des Interviews im DAX 30, nicht aber zu Beginn der Studie.

Entscheidungsprozessen in Unternehmen involviert und können diese daher mit einer größeren Distanz beobachten.

Den Teilnehmern wurde **Anonymität** zugesagt, sodass die Aussagen der Unternehmen mit U1 bis U24 sowie die der Beratungen mit B1 bis B6 gekennzeichnet sind. So ist erkennbar, was ein Interviewpartner zu verschiedenen Themen geäußert hat. Die Interviews fanden im Zeitraum zwischen Ende März und Mitte Dezember 2015 statt und dauerten zwischen 45 und 90 Minuten.

3. Rationalitätsdefinition in M&A-Transaktionen

Der **Rationalitätsbegriff** wird in der Ökonomie sehr eng gefasst: Akteure handeln rational, wenn sie gemäß ihrer Präferenzstruktur, d.h. nach dem Prinzip der Nutzenmaximierung handeln. Das impliziert, dass der Akteur **alle** relevanten Entscheidungsalternativen kennt und diese richtig bewerten kann.⁴ Um eine bestmögliche Entscheidung treffen zu können, muss er alle Optionen kennen und deren Nutzen kalkulieren. **Irrational** handelt ein Akteur, wenn er von diesem Prinzip der Nutzenmaximierung abweicht. Der Rationalität wird also ein sehr enger Rahmen gesetzt.⁵ „Usually, there is only one way to be fully rational, but there are many ways to be less rational.“⁶

Bei effektiv ausgestalteten Anreizsystemen könnte davon ausgegangen werden, dass das rationale Verhalten des Einzelnen auch zu rationalen Entscheidungen auf Unternehmensebene führt. Die einführende Fragestellung „**Wann ist eine M&A-Transaktion rational?**“, wurde aus Sicht der Unternehmensebene (nicht aus persönlicher Sicht) gestellt. Während in der Literatur der Begriff „rational“ mit „vernünftig begründbar“ übersetzt wird, zeigen die befragten Experten eine große Bandbreite an Möglichkeiten, wie diese Begründungen ausgestaltet sein können.

Bei sechs der Experten zeigt sich eine Tendenz zu einer **rein quantitativ begründbaren Rationalität**: Eine Transaktion ist rational, wenn sie auf quantitativen Überlegungen basiert und somit der Wertsteigerung des Unternehmens dient.

⁴ Vgl. Göbel (2013), S. 58 f.

⁵ Vgl. Becker (1962), S. 1.

⁶ Vgl. Holland / Miller (1991), S. 367.

Etwas weiter formuliert, ist eine Transaktion rational, wenn sie anhand von **vorab definierten Kriterien nachvollziehbar ist** und/oder hilft die Unternehmensziele zu verwirklichen. Elf der Experten machen die Rationalität einer Transaktion an **definierten Akquisitionskriterien** fest. Hier zeigt sich eine zweite klare Tendenz in der Interpretation von Rationalität, wenn zum einen **quantitative und qualitativen Kriterien** erfüllt werden **und zum anderen die strategische Sinnhaftigkeit** erfüllt werden muss.

Die Rolle der **Strategie** wird jedoch unterschiedlich gesehen: Für einige Befragte ist die Strategiekonformität eine zwingende Bedingung, damit man überhaupt eine Transaktion in Erwägung zieht. Für andere muss bei einer rationalen Transaktion die Strategie Sinn machen und sie muss quantitative Vorteile, d.h. Wertsteigerung bringen. Hier wird Strategie nicht als K.O.-Kriterium definiert, sondern zwischen Strategie und Preis besteht eine Art Schieberegler, der flexibel zu beiden Seiten ist.

*„Eine M&A-Transaktion ist rational, wenn ich eine optimale Entscheidungsgrundlage habe, in der alle Parameter berücksichtigt wurden, d.h. wenn eine **ökonomische Betrachtung und eine strategische Betrachtung** stattgefunden hat.“ (U1)*

*„Eine Transaktion ist rational, wenn die Financial Hurdles getroffen werden und sie strategisch Sinn macht. **Beide Kriterien sind K.O.-Kriterien**. Es besteht aber die Tendenz, dass die Strategie stärker gewichtet und die Zahlen dann angepasst werden.“ (U3)*

*„Der Einklang **zwischen Preis und Strategie ist wie ein Schieberegler**: Man kann durchaus mehr bezahlen, um ein gewisses Asset zu erwerben und es ist immer noch rational, wenn es zwingend nötig ist dieses Asset zu besitzen, um die kommunizierte Strategie zu erzielen.“ (U2)*

Die strategisch motivierten Transaktionen werden aufgrund des weiten Interpretationsspielraumes sehr kritisch betrachtet:

*„Immer wenn ich **strategisch** höre, sind bei mir die **Alarmglocken auf rot**, da kann irgendetwas nicht stimmen. Weil vielfach wenn jemand sagt, dass eine Transaktion strategisch ist, hat er sonst keine Gründe, um die Transaktion als solches zu begründen. Weil strategisch ist vieles und Strategie ist immer interpretierbar, hat immer Raum für eigenes, individuelles Handeln, nicht unbedingt zum Vorteil des Unternehmens.“ (U4)*

Teilweise geht sogar soweit, dass „strategisch“ mit „nicht objektiv begründbar“ gleich gesetzt wird:

*„Strategische Akquisitionen sind für mich Akquisitionen, die man nicht mehr beziffern und rational nicht begründen kann. Da gehen bei mir die Alarmleuchten an. Wenn strategische Akquisitionen nicht letztlich finanziell begründbar sind, dann bedeutet das Schlagwort strategisch einfach nur, dass das was man machen will, **objektiv keinen Sinn macht**. Wir versuchen die M&A-Entscheidungsfindung zahlen-basierend zu führen. In diesem Prozess spielen natürlich - auch wenn am Ende eine Zahl herauskommt - verschiedenste Faktoren mit rein, die nicht alle rational sind.“ (U5)*

Zu differenzieren sind die **unterschiedlichen Sichtweisen** aus denen heraus Rationalität definiert und begründet werden kann. Zu unterscheiden ist die rationale Sicht auf **Unternehmensebene**, auf **Segmentebene** und auf **Individualebene**. Um eine rationale Entscheidung über eine M&A-Entscheidung zu treffen, ist die sorgfältige Strukturierung und Formulierung der Government-Prozesse im Konzernkontext zu leisten und die Portfoliointeressen, Segmentinteressen und Individualinteressen im Sinne einer Stakeholderorientierung in Einklang zu bringen. Dabei spielt der Vorstand eine oft überproportional starke Rolle.

Dem Vorstand, der aus einer Art Vogelperspektive den gesamten Konzern im Blick hat, wird zugetraut zu entscheiden, welche Transaktion rational ist:

*„In einem Unternehmen habe ich ja immer mit Egoismen zu tun und **am Ende entscheidet unser CEO, ob die Transaktion rational oder irrational ist** und ob es zu uns passt oder nicht.“ (U2)*

Zwei Interviewpartner betonten explizit, dass eine Transaktion **nie rein rational** ist; irrationales Verhalten spiele immer eine Rolle, gerade weil es **ein von Menschen getriebener Prozess** ist und die **unternehmensinterne Politik** eine große Rolle spiele.

4. Treiber für nicht rationales Verhalten im M&A-Prozess

Die Frage, was Irrationalität in diesem Zusammenhang bedeutet und ob irrationale Faktoren näher beschrieben werden können, führt einerseits zur Nennung von Gründen für die Durchführung einer M&A-Transaktion, obwohl rationale Gründe dagegen sprechen und andererseits zur Nennung von Gründen für die Nicht-Durchführung einer rational begründbaren M&A-Transaktion. Die ausgelösten Diskussionen zeigen, dass es zur Ableitung des Begriffes Irrationalität, nicht genügt, den Begriff Rationalität umzukehren. Dies legt die Überlegung nahe, dass Rationalität und Irrationalität weniger das Kontinuum einer einzelnen

Dimension abbilden, sondern dass die beiden Begriffe sich auf unterschiedlichen Dimensionen befinden. „Nicht rational“ bzw. „nicht nutzenmaximal“ bedeutet nicht zwangsläufig „irrational“; „nicht irrational“ ist nicht gleichsetzbar mit „rational“. Ein Beispiel soll dies verdeutlichen: Nur weil eine Transaktionsentscheidung aus dem Bauch heraus getroffen wird, d.h. nicht anhand von zuvor definierten Akquisitionskriterien begründet wird, muss sie nicht zwangsläufig irrational sein. Und nur weil eine Transaktionsentscheidung sich auf Basis von fundierten Bewertungsmodellen rechtfertigen lässt, muss sie nicht rational sein. Sinnvoller wäre es **die Dimensionen zu trennen in „rational“ und „nicht rational“ sowie in „irrational“ und „nicht irrational“**.

Ob etwas rational ist oder nicht muss sich an der Zielgerichtetheit einer Handlung messen lassen, d.h. die Motive für eine M&A-Transaktion spielen eine bedeutende Rolle. Abbildung 1 zeigt als Zusammenfassung der Diskussion über Rationalität und Irrationalität i.R. von M&A-Entscheidungen die Einteilung der Zielsetzungen, die mit einer M&A-Entscheidung verfolgt werden in einerseits die Steigerung des Unternehmenswertes innerhalb eines bestimmten Zeitraumes auf Basis von finanziellen und strategischen Gründen und andererseits Management-Motive. Management-Motive sind häufig personenspezifisch und teilweise irrational. Sie werden viel seltener bis gar nicht öffentlich kommuniziert, spielen aber eine entscheidende Rolle ⁷. Zwischen diesen Zielsetzungen bestehen vielfältige Wechselwirkungen: Finanzielle und strategische Gründe können in ihrer Herleitung Interpretationsspielraum im Sinne von Management-Motiven bieten. So kann eine Transaktion (scheinbar) rational begründet werden, sie aber doch letztendlich primär dazu dienen, Management-Motive zu befriedigen - auf Ebene des Managements durchaus rational, aus Sicht des Unternehmens und der Aktionäre ggf. aber nicht.

⁷ Wirtz (2014), S. 74.



Abbildung 1: Zielsetzungen von Mergers & Acquisitions⁸

Aus den Diskussionen lassen sich wesentliche **Treiber für nicht rationales Verhalten** auf Unternehmensebene ableiten, **die implizites Wissen explizit machen** und somit helfen, eine weitere Diskussion anzustoßen, wie mit diesen Treibern zukünftig umgegangen werden kann:

- Strategie
- Manipulierbarkeit der Bewertungsmodelle und die Berechnung der Synergieeffekte
- Gremienentscheidungen, interne Konkurrenz und unterschiedliche Sichtweisen
- persönliche Interessen und ineffektive Incentivesysteme
- Bauchentscheidungen und Emotionalität sowie die
- erfolgsbasierte Incentivierung von Unternehmensberatern.

Diese werden nachfolgend einzeln erläutert.

4.1. Strategische Faktoren

Als Treiber für irrationale Entscheidungen werden sehr häufig strategische Faktoren genannt. Diese können z.B. in Form einer mangelnden konkreten Prognostizierbarkeit von Ergebnissen, einer zu hoch bezahlten strategischen Prämie im Kaufpreis oder einer mangelnden Berücksichtigung von Risiken auftreten. Bemängelt wird, dass solche Faktoren den Spielraum des Einzelnen im Sinne individueller Interessen zu handeln erhöhen können.

⁸ Eigene Darstellung.

Mehrfach betonen die Experten, dass **eine einmal der Öffentlichkeit kommunizierte Wachstumsstrategie, den Druck erhöht**, Transaktionen durchzuführen – auch dann, wenn der strategische Fit zwischen Käufer und Target nicht optimal ist.

*„Man kann die Frage stellen, ist die Transaktion noch rational getrieben oder schon irrational?, weil man einfach eine Transaktion liefern musste oder wollte - vor dem Hintergrund, dass der externe Druck hinsichtlich Portfoliobereinigung sehr groß ist. Man muss sich fragen, **war der strategische impact größer, oder der Druck von außen?**“ (U6)*

*„Wir haben die Strategie bekanntgegeben und **jetzt müssen wir auf die Strategie auch liefern**, d.h. selbst wenn das Asset nicht 100% passt, selbst wenn Risiken da sind, selbst wenn der Preis zu hoch ist, ist eine gewisse Gefahr vorhanden, dass trotzdem gekauft und überbezahlt wird, um der Öffentlichkeit, der man eine Strategie verkündet hat, zu zeigen, dass man auf die Strategie auch liefert.“ (B1)*

Zudem wird der Dynamik des Umfeldes teilweise zu wenig Rechnung getragen: Entscheidungen, die getroffen und kommuniziert wurden, werden umgesetzt, auch wenn sie z.B. aufgrund des Marktumfeldes keinen Sinn mehr machen und revidiert werden müssten.

„Wer sich mal festgelegt hat, läuft weiter, gerade in Großkonzernen. ... Die Veränderung von Entscheidungen braucht Mut.“ (B2)

4.2. Manipulierbarkeit der Bewertungsmodelle und Berechnung der Synergieeffekte

Die theoretisch fundierten und praktisch aufwändigen Bewertungsmodelle für die Ableitung des Unternehmenswertes und der erwarteten Synergieeffekte suggerieren eine Genauigkeit, die von der Praxis durchaus kritisch betrachtet wird. Die Qualität der Inputs, d.h. die Planzahlen und die Ableitung des Diskontierungsfaktors sind von sehr hoher Bedeutung. Wird mit unrealistischen Werten gearbeitet, entsteht eine **Scheingenauigkeit im Sinne einer „sauberen“ Dokumentation**, nicht aber die Ableitung eines belastbaren Unternehmenswertes.

*„Die **Rechenmodelle sind sehr sensitiv**, da kann ich im Prinzip alles rein oder raus formulieren, um einen positiven Net Present Value zu schaffen. Man muss darauf achten, auf die Teams der*

operativen Einheiten, die für die Erstellung der Businesspläne zuständig sind, **keinen Druck** auszuüben. ... **Was wir nicht möchten sind unrealistische Ziele.**" (U11)

„Also wenn **man ein Jahr vorhersagen kann**, ist man schon echt gut. Das ist schon sehr schwierig, mehr geht nicht wirklich.“ (U4)

„Der Unternehmenskaufpreis beim Kauf und Verkauf ist relativ stark vom **Diskontsatz** abhängig. Und wenn Sie in dem Diskontsatz Faktoren reinrechnen, die ihn erhöhen oder erniedrigen, haben Sie einen ungeheuren Effekt auf den Unternehmenswert. Die Auswahl der Faktoren, die für einen Diskontsatz wichtig sind, können auch auf Irrationalität beruhen.“ (U12)

Die **Qualität der Planzahlen** kann auch vom Zeitraum abhängen über den Manager incentiviert werden:

„Das ist das inhärente Problem von DCF-Methoden: I.d.R. ist ein guter Plan ein Plan für ein bis zwei Jahre und **das Management wird ja auch incentiviert auf 1 bis 2 Jahre. Da es offen ist, ob man ab Jahr 3 überhaupt noch da ist**, hat jeder die Tendenz den Business Case so zu entwickeln, wie man ihn gerne hätte. Es gibt ja auch keine Möglichkeit dageganzureden. Wer kann Jahr 3 noch vernünftig prognostizieren? Alle können ein Jahr richtig gut voraussagen und dann tendiert man dazu, das Jahr fortzuschreiben.“ (U13)

Die Unternehmensberater bestätigen das **Problem der mangelnden Bewertungsgenauigkeit:**

„Es gibt eine Art Scheinwirklichkeit, in der man eine **Scheingenauigkeit der Bewertungsmodelle** vorgibt, wenn bewusst an den Parametern geschraubt wird, dann belüge ich mich ja selber. **Aber ich habe es zumindest schriftlich in einem tollen Modell.**“ (B1)

Auch die Irrationalität der am Markt beobachteten Preise, die **Auswahl der Peergroup im Multipleverfahren** je nach Interessenslage und damit die Gefahr, dass die aus der Marktsicht abgeleiteten zu wenig hinterfragt werden, wird thematisiert.

Zudem wird beklagt, dass **zu wenig Sensitivitätsrechnungen** gemacht werden, und damit die Best-Case-Variante als die wahrscheinlichste dargestellt wird.

„Das passiert ständig. Jede Landesorganisation nimmt z.B. an, dass sie das verkaufen kann, was als Kapazität der gekauften Anlage produziert werden kann. Und das ist irrational, auch ein Land, das perfekt läuft hat eine **Auslastungsquote** von 80%. Das liegt einfach daran, dass Reparaturen

etc. durchgeführt werden müssen. Aber es wird immer in jedem einzelnen Projekt mit 100% geplant.“ (U8)

Hier ist sicherlich in der wissenschaftlichen Literatur und auch in der unternehmerischen Praxis noch Nachholbedarf, was die systematische Analyse von Bewertungsfehlern angeht und auch das Thema Behavioral Finance wird zukünftig mehr Beachtung finden müssen.

Die Modelle der klassischen Unternehmensbewertung gehen von vollkommenen, informationseffizienten Märkten aus, nur so kann ein aus Kapitalmarktdaten abgeleitetes Risikomaß (Betafaktor) das Risiko adäquat widerspiegeln. Unvollkommene, asymmetrisch verteilte Informationen und begrenzt rationales Verhalten bilden diese Modelle i.d.R. nicht ab. Dieses Spannungsfeld eröffnet Denkanstöße für Qualitätsprüfungen in der M&A-Bewertungspraxis.⁹

Die **Bewertung der erwarteten Synergieeffekte** wird sehr kritisch beurteilt. Hier spielen **taktische Interessen** sowie die **unzureichende Informationslage** zur realistischen Quantifizierung der Synergien eine Rolle:

*„Synergieeffekte, also wenn man da irgendwelche Visionen hat, sollte man eher zum Psychiater gehen. Die meisten Entscheidungsführer wissen, dass **Umsatzsynergien Fantasiegebilde** sind, sie werden **taktisch eingesetzt**, um etwas zu rechtfertigen und **das ist eine Irrationalität, die bewusst eingepreist wird**, aber sie ist ein irrationaler Faktor im Prozess.“ (U21)*

*„**Synergieeffekte habe ich noch nie gesehen**. Deshalb basiert jegliche Entscheidung, die hier gefällt wird auf der Basis ohne Synergieeffekte.“ (U4)*

*„Ich würde sagen, siebzig bis achtzig Prozent der ursprünglich eingeplanten Synergieeffekte hebe ich nie. Oft mache ich eine Due Diligence, habe aber keinen Kontakt zu dem Unternehmen. Und dann kenne ich die Kultur und die Leute nicht richtig. Das ist gerade bei **Public Transactions** ein Problem: **Je größer der Deal, desto weniger und geringer ist die Due Diligence**.“ (U2)*

*„Ich sehe ein **Ungleichgewicht bei kleinen und großen Transaktionen**. Bei **öffentlichen Übernahmen**, ist die Informationsasymmetrie zwischen Käufer und Target noch viel größer als bei einer normalen Transaktion, in der man sehr sorgfältig die Dinge modelliert. Die großen Deals werden auf Vorstandsebene in kleinem Kreis durchgeführt und haben dann schon eher Denkmalcharakter. Da wird ganz oft zu viel bezahlt. ... **Synergieeffekte werden häufig***

⁹ Vgl. auch Baecker (2007), S. 277.

gnadenlos überschätzt. Bei kleinen Transaktionen wird oft ganz genau hingeschaut, aber bei den großen ...“ (B1)

Ein zentrales Problem im Controlling von Synergieeffekten wird auch in den wechselnden Zuständigkeiten gesehen. Es besteht häufig **keine Personalunion zwischen denen die Synergieeffekte berechnen und denen die letztendlich für deren Hebung verantwortlich sind.**

4.3. Gremienentscheidungen, interne Konkurrenz und unterschiedliche Sichtweisen von Gremienmitgliedern

Grundsätzlich werden von den Experten Gremienentscheidungen zwar aufgrund des Mehraugenprinzips als rationaler als Einzelentscheidungen eingeschätzt, gleichzeitig wird hier aber auch eine große Anfälligkeit für Irrationalität gesehen. Das liegt daran, dass Entscheidungen nicht nur danach getroffen werden, ob sie rational oder nicht rational sind, sondern auch danach, wie die Entscheidung die eigenen Projekte der Gremienmitglieder beeinflussen könnte.

*„Der verantwortliche Vorstand für die Business-Line 1 hat ja womöglich andere Ziele als der für die Business-Line 2 und er weiß auch dass das Kapital begrenzt ist **und probiert die Projekte des anderen schlechter zu machen als seine eigenen Projekte.**“ (U8)*

*„Es kann sein, dass wenn eine Transaktion disruptiver, transformationeller Natur ist, das gewisse **Machtmechanismen intern dagegen massiv opponieren**, weil existierende Machtverhältnisse „at risk“ sind - das gibt es natürlich auch.“ (U6)*

*„In Großkonzernen haben sie **viele Hierarchie- und Entscheidungsprozesse** und Multilateralität von Beziehungen, das kann zu Irrationalität aufgrund von Ineffizienzen, Reibungsverlusten, interner Politik führen. Die müssen wir als Berater teilweise dann auch noch mittragen.“ (B2)*

Entscheidungen sind abhängig von der jeweiligen Perspektive der Gremienmitglieder:

*„Es gibt Transaktionen, die von unterschiedlichen Personen als rational oder irrational bewertet werden. **Je nachdem aus welcher Perspektive** man es betrachtet, kann es dann durchaus vorkommen, dass irrationale Entscheidungen getroffen werden.“ (U8)*

4.4. Persönliche Interessen und Incentivesysteme

Persönliche Ziele können den Unternehmensinteressen widersprechen oder sogar schaden. Genannt werden vielfältige Faktoren wie z.B. der Hang zum Empire-Building, Macht- und Prestigestreben, Budgetsicherung, die bevorstehende Wiederwahl eines Vorstands oder sonstigen Entscheidungsträgern, das Streben nach kurzfristigen PR-Erfolgen sowie die Möglichkeit einen Bonus zu generieren. Die persönlichen Interessen werden meist dadurch verstärkt, dass Individual- und Unternehmensziele durch die Anreizsysteme nicht in Einklang gebracht werden und eine falsche Incentivierung der M&A-Verantwortlichen stattfindet.

*„Jeder Vorstand, jeder Manager, jeder, der ein Projekt einbringt, verknüpft damit natürlich auch, bewusst oder unbewusst, **persönliche Ziele**. Klar, dass man lieber ein Investitionsprojekt, an dem man ein Jahr gearbeitet hat nachher mit irrationalen Gründen versucht durchzudrücken, als dass, die Arbeit umsonst war. Wozu auch bestimmte **Bonusdienste** beitragen, die das **Investitionsprojekt aus persönlicher Sicht rational erscheinen lassen, für die Company aber vielleicht irrational.**“ (U8)*

Gerade bei Verkäufen ist die Gefahr groß, dass Desinvestitionen von den Verantwortlichen abgelehnt werden, weil sich dadurch ihr **Einflussbereich** (auf Umsatz und Mitarbeiter) verkleinert, aber auch weil eine Desinvestition als persönliche Niederlage empfunden wird.

Nach Meinung der Experten müsste **nicht nur die Durchführung einer Transaktion** für die M&A-Verantwortlichen finanzielle Vorteile bringen, sondern **auch die Qualität der Prozesse** und die **Qualität der Entscheidung** – auch wenn diese zu einem Abbruch führt – müssten honoriert werden.

*„Es gibt eine **Verzierung des Managers: Es geht nicht um die Qualität**, sondern es geht nur relativ binär darum, ob ein Asset erworben werden konnte oder nicht. Es ist dann völlig nachrangig, was der Manager für einen Preis dafür bezahlt hat. Das ist für mich irrational und das beobachte ich häufiger.“ (U2)*

*„Ein Problem, ist die **Incentivierung von Managern**. I.d.R. werden Manager für einen guten Transaktionsprozess, der aber nicht zu einer Transaktion führt, nicht belohnt. Allerdings werden sie belohnt für einen schlecht geführten Transaktionsprozess, der zu einem Verkaufs- oder Kaufresultat führt. ... **Was einen guten M&A-Manager auszeichnet, ist auch, dass er Prozesse verhindern kann** – daran sind aber i.d.R. keine monetären Zielsetzungen verknüpft.“ (U8)*

Auch die Berater sehen hier ein systematisches Problem in den Anreizstrukturen:

„Wenn nur das ob und nicht das wie bezahlt wird, ist das problematisch.“ (B2)

*„Einer der wesentlichen Gründe, warum die Purchase Price Allocation beauftragt wird, ist weil das Management der Käufer wissen möchte, wie sich die Transaktion auf deren Zielerreichung auswirkt. Die Frage ist: **Wenn ich das jetzt kaufe, was bedeutet das für meinen Bonus im nächsten Jahr?** Je nachdem, woran der Bonus gemessen wird (ROCI, EBIDA, Cash Flow) hat das eine ganz konkrete Auswirkung auf den Bonus.“ (B4)*

Die Antwort auf die Frage nach der „richtigen“ Incentivierung bleibt offen, deutlich wird aber, dass in diesem Bereich praxistaugliche Lösungen gebraucht werden.

4.5. Bauchentscheidungen und Emotionalität

Komplexe Entscheidungen werden auf Basis einer strukturierten Vorgehensweise und mit sorgfältiger Abwägung aller Vor- und Nachteile getroffen. Was aber, wenn das Handeln vor der Analyse steht, wenn also Entscheidungen aus dem Bauch heraus getroffen werden? Kommen Bauchentscheidungen im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen vor? 21% der Experten beobachten Bauchentscheidungen häufig, 38% nur vereinzelt, 38% haben diese noch nicht beobachtet. Emotionen kommen im Modell des Homo Oeconomicus nicht vor, da sie als unberechenbare Verhaltenskomponente gesehen werden. Zu vernachlässigen sind sie in der Praxis allerdings nicht, da sie viel schneller als kognitive Prozesse ablaufen. Sie haben das Potenzial Entscheidungen komplett anders ausfallen zu lassen. Dennoch sind Menschen in der Lage Emotionen durch kognitive Prozesse zu überwinden. Unklar ist jedoch - und das macht Emotionen für ökonomische Modelle so unberechenbar - wann Emotionen die Überhand über analytisches Denken haben und wann nicht.¹⁰

*„Ich glaube, häufig werden M&A Entscheidungen aus dem Bauch heraus getroffen - **allen Rationalitäts-Anstrengungen zum Trotz.**“ (U4)*

*„**Wenn die Chemie stimmt** zwischen den Entscheidungsträgern, den handelnden Personen, dann ist die erste Entscheidung, 'wir würden gern etwas zusammen machen', oftmals sehr schnell, prinzipiell gefällt, bevor irgendeine Art der tieferen Analyse überhaupt erfolgt ist. Dann besteht eine **vorgefertigte Meinung vor der fundierten Entscheidungsgrundlage.**“ (U17)*

¹⁰ Vgl. Beck (2014), S. 285ff.

Es macht allerdings einen Unterschied, ob es darum geht eine Transaktion zu begründen oder eine Transaktion aufgrund eines nicht analytisch nachvollziehbaren Störgefühls abzusagen:

„Wenn es darum geht, eine Transaktion durchzuboxen würde ich sagen: Sehr selten. Wenn es darum geht, eine Transaktion abzusagen, weil man meint, da ist irgendetwas nicht in Ordnung, dann würde ich sagen: Häufig.“ (U9)

Eine **gute Entscheidung** setzt sich nach Meinung eines Experten immer aus den **beiden Komponenten Verstand und Emotion** zusammen, ein Berater vertritt die gegenteilige Meinung:

*„Für mich ist die Vorbereitung eine Entscheidungshilfe. Nicht mehr und nicht weniger. Was aus unseren Bewertungsmodellen heraus kommt, ist eine Hilfe. **Es muss mit Verstand und Bauch entschieden werden.** Wer nur nach den Zahlen entscheidet, wird auch nicht immer die richtigen Entscheidungen treffen. Aber ohne Zahlen geht es auch nicht.“ (U7)*

*„Immer wenn eine ganz **nüchterne Professionalität** herrscht, gibt es die **besten Ergebnisse.**“ (B2)*

Interessant ist auch, dass der Bauchfaktor mit der Größe des Deals sogar zunehmen kann und das Emotionen auch ganz bewusst eingesetzt werden, um ein bestimmtes Ziel zu erreichen:

*„**Je größer der Deal, je größer der Bauchfaktor**, dann kommt mehr Irrationalität rein. Das ist wie in der Politik – über das 50 Mio. Budget streitet man sich, ein Milliardenthema wird so durch gewunken, weil's keiner richtig nachvollziehen kann. Das ist ganz häufig. Über Kleinstthemen wird stundenlang debattiert, die großen Themen werden so abgenickt.“ (B1)*

*„In Verhandlungen muss man **die ganze Klaviatur der Manipulation** einsetzen. **Das ist Irrationalität eingesetzt, um Rationalität zu erreichen.**“ (B2)*

Rationale Entscheidungen basieren auf Analyse und Logik. Sie sind regel- und verstandesgeleitet, bewusst, absichtlich sowie aufwändig. Für gute Unternehmensentscheidungen sind beide Denkweisen wichtig. Setzt man das Baugefühl mit intuitivem Denken gleich, so ist es im Gegensatz zum analytischen Denken automatisch, sehr schnell, unbewusst und spontan. Entscheidungen in diesem Bereich basieren auf Erfahrungen, Emotionen und Assoziationen. Sie stützen sich auf wiedererkannte Muster, die im Gedächtnis abgespeichert sind, also auf Erfahrung und Wissen – beides Komponenten über die Experten verfügen und die die Wahrscheinlichkeit einer „guten“ intuitiven Entscheidung erhöhen, also eine durchaus wertvolle Entscheidungsressource darstellen können. Gefühl

wird durch Expertise ersetzt. Intuition ist immer dann von besonderer Bedeutung, wenn die Entscheidungssituation komplex ist, die Informationslage begrenzt ist und die Entscheidung unter Zeitdruck getroffen werden müssen. Von intuitiven Entscheidungen ist jedoch strengstens abzuraten, wenn das notwendige Erfahrungswissen fehlt, sich das Problem strukturiert zerlegen lässt und es verlässliche Analysen gibt, die gegen das Gefühl sprechen.¹¹

5. Die Rolle der Berater und deren Beitrag zur Steigerung der Rationalität im M&A-Prozess

Die Berater nehmen eine ganz besondere Stellung im M&A-Prozess ein. Sie sind zwar meist nicht an der Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beteiligt, aber sie strukturieren den Prozess, erhöhen die Transparenz im Markt, bereiten entscheidungsrelevante Informationen auf und nehmen so indirekt Einfluss auf die Transaktionsentscheidung.

„Glauben Sie, dass Unternehmensberater die Rationalität der Entscheidung für oder gegen eine M&A-Transaktion erhöhen? Bitte begründen Sie Ihre Antwort!“. Nur zwei Experten bejahten diese Frage uneingeschränkt, fünf verneinten sie und 17 Experten sprachen den Beratern eine teilweise Mithilfe an einer rationalen Entscheidung zu. Insbesondere Wirtschaftsprüfer, Steuerberater und Juristen schneiden hier positiv ab. Die Rolle der strategischen Berater sowie der Investmentbanken hingegen wird kritischer gesehen.

*„Man muss das **sehr differenziert sehen: Fachberater**, z.B. Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer **reduzieren Irrationalität**, Strategieberater haben ein starkes Selbstinteresse, um auch nach dem closing, z.B. mit der PMI zu verdienen. **Die Investment Banker erhöhen die Irrationalität**, da steht das Eigeninteresse über den Unternehmensinteressen.“ (U14)*

*„Wenn Sie einen **Investmentbanker** fragen, ob er ihre Transaktionen begleitet, der hat ja sogar ein **diametral entgegengesetztes Interesse** - der kriegt umso größere Fees, desto teurer bezahlt wird... Der will auf Teufel komm raus abschließen, das ja. Aber idealerweise zu einem maximalen Preis! (U10)*

¹¹ Vgl. Rausch (2013), S. 14; vgl. Niemann (2013), S. 24.

„Die Investmentbanker unterscheiden sich ja maßgeblich von allen anderen Beratern der Investmentbanker will die Transaktion, koste es was es wolle und dadurch ist er ein Stück weit auch voreingenommen ... aber das weiß auch jeder.“ (U2)

Teilweise wird die Qualität der Beratung aber auch grundsätzlich in Frage gestellt:

„Möglicherweise empfiehlt der Berater ihnen bestimmte Transaktionen einfach, weil er damit jemand ganz anderem etwas Gutes tun will und gar nicht ihrem Haus.“ (U10)

Hier spielt die **Incentivierung der Berater** sowie die **Aussicht auf Folgeaufträge** eine entscheidende Rolle. Der Berater folgt immer auch seiner eigenen Rationalität und die muss nicht zwingend deckungsgleich sein mit der Rationalität aus Sicht seines Mandanten.

„Berater haben das Potential die Rationalität der Entscheidung zu erhöhen, sie tun es aber leider nicht. **Das Eigeninteresse spielt eine große Rolle.**“ (U1)

„Die **Berater haben ihre eigene Agenda**: sie erhöhen grundsätzlich die Rationalität, weil sie eine externe Perspektive hinzufügen, die erst einmal eine rationale Perspektive ist. Auf der Verkaufsseite liefern sie mir das, was ich brauche um zu verkaufen, auf der Kaufseite liefern sie mir das, was ich brauche, um zu kaufen. Sie unterstützen im Prinzip nur die Perspektive, die ich selber habe. Die Wahrscheinlichkeit, dass sie mit einer Perspektive komme, die ich nicht habe, ist gering. **Da fehlen die Incentives.** Die wollen nur den Mandanten teasen und ihn in seiner eigenen Meinung bestärken, die wollen sich nicht mit dem Mandanten großartig anlegen.“ (U13)

Mehrfach betont wird, dass die **Persönlichkeit der Berater** eine zentrale Rolle spielt:

„Es muss ein guter Berater sein. Das ist ja auch eine **Frage des persönlichen Wertekarmas** und des **Beziehungsverhältnisses**. Mir ist es immer ganz wichtig, dass ich Leute habe, von denen ich weiß, dass sie sich eine Meinung bilden und die auch kund tun. Ich will da niemanden haben, der mir irgendwie das erzählt, was er glaubt, was ich gerne hören will.“ (U15)

„Ich kenne schon Berater, die im Prozess sagen, 'nein das macht keinen Sinn'.“ (U16)

„Ich kenne auch viele Berater, die sich vorher so absichern, dass sie die Mandantenmeinung treffen.“ (U8)

Damit wird deutlich, dass auch auf den **Auswahlprozess von Beratern** sehr viel Sorgfalt gelegt werden sollte und dass die Verantwortlichen langjährige Beziehungen zu schätzen

wissen. Wichtig ist, die **Berater dazu zu ermutigen, ihre eigene Meinung offen zu äußern** und auf einen grundsätzlich ergebnisoffenen Prozess hinzuweisen:

„Wichtig ist, dass man den **Beratungsauftrag als ergebnisoffenen Prozess definiert**: Das Topmanagement muss dann aber auch aufnahmefähig sein, auch wenn man die schlechte Nachricht nicht hören möchte, da wird es problematisch. Glückliche Paare gehen nicht zum Paartherapeuten. **Wenn man einen Berater holt, dann weiß man, man braucht jemanden der, der einem auch die unangenehme Wahrheit sagt** und ... man dann intern, auch die Ergebnisse effektiv umsetzt.“ (U11)

Seitens der Berater wird bestätigt, dass man bemüht ist, die Rationalität im Prozess zu erhöhen, aber auch die eigene Rationalität immer eine gewisse Rolle spielt – gerade bei einer entsprechenden Incentivierung:

„Der Berater hat auch eine **eigene Motivation**. Er will auch **wieder-mandatiert** werden. [...] Viele wollen dem Kunden das sagen, was er gerne hören möchte. Denn der Kunde ist ja auch nicht so dumm und hat sich schon häufig Gedanken gemacht. Man geht dann schon ein bisschen **gefärbt in die Analyse herein**. **Manchmal will der Kunde die Wahrheit auch gar nicht richtig hören**, dann ist es für den Berater schwierig. Ich persönlich denke aber, dass man das trotzdem sagen muss. Das Unternehmen entscheidet später.“ (B1)

„Ich habe noch nicht erlebt, dass ein Berater von einem Deal abrät – nur wenn er keine Success Fee bekommt, ansonsten ist es das **ureigene Interesse des Beraters**, den Transaktionserfolg herbei zu führen, weil er eben erfolgsbasiert honoriert wird.“ (B3)

„**Wechselnde Berater erhöhen die Rationalität im Prozess**, wenn man sie anhört.“ (B2)

Berater werden allerdings auch teilweise **bewusst instrumentalisiert**, um die Entscheidung der Verantwortlichen zu untermauern:

„Oftmals ist es so, dass man schon weiß, ob man den Deal machen will oder nicht. Und der Teil, den der Berater dazu beiträgt dient mehr der Befriedigung des Vorhabens. Das Resultat ist dann meistens auch das, was man erwartet hat. **Das ist nur eine externe Meinung, um sicherzustellen, dass man richtig lag mit seiner internen Einschätzung**. Der Erkenntnisgewinn ist relativ beschränkt. – Man erhält überwiegend bestätigende Meinungen.“ (U17)

„Man kann jede Transaktion argumentieren – und das können gerade Berater gut.“ (U1)

„Die Berater machen, was man ihnen bezahlt.“ (U10)

Die Auftraggeber müssen sich grundsätzlich die Frage stellen, ob sie Beratung wollen oder die Bestätigung der eigenen Meinung. Die Berater konstatieren, dass manche Mandanten gar nicht objektiv beraten werden wollen, sondern sie den Berater für ihre Zwecke nutzen und teilweise sogar Druck auf die Berater ausgeübt wird:

„Es gibt auch Mandanten, die dem Berater auch schon ganz klar in die Feder zitieren, was sie denn von ihm hören wollen. Und welche Tonalität denn doch bitte seine Stellungnahme haben soll, um die Neutralität und die objektive Meinung ein Stück weit einzufärben. Das gibt's, und dann gibt's Leute, die halten dem Druck stand und es gibt Leute, die halten dem nicht stand.“ (B4)

„Mancher Mandant will gar nicht, dass der Berater eine eigene neutrale Meinung findet, sondern im Prinzip sagt: Ich will, für meinen Aufsichtsrat, für die Banken, dass du einen Bericht schreibst und der Bericht soll nicht so kritisch sein, weil ansonsten, ist a) mein Aufsichtsrat dagegen, und b) kriegen wir keine Finanzierung.“ (B4)

6. Offenheit der DAX 30 gegenüber dem Themenkomplex der Irrationalität

Zum Thema Irrationalität finden in den letzten Jahren vermehrt theoretische und praktische Diskussionen statt, nicht zuletzt durch die Vergabe des Wirtschaftsnobelpreises im Jahre 2002 an Daniel Kahneman und Vernon L. Smith. Themen wie Behavioral Controlling, Behavioral Finance und Ähnliche erfahren Einzug in die unternehmerische Praxis. Eine Thematisierung von „Irrationalität“ – implizit oder explizit – im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen findet jedoch bislang nur selten statt.

Die Frage **„Wird in Ihrem Unternehmen das Thema „Irrationalität“ – implizit oder explizit thematisiert?“**, verneinen neun Unternehmen. In 13 Unternehmen wird es implizit oder explizit thematisiert, zwei Unternehmen machen keine Angabe.

Die Interviewpartner unterscheiden zwischen offizieller und inoffizieller Thematisierung. Nur ein DAX-Unternehmen hat das Thema Irrationalität fest im Prozess verankert. RWE hat

Debiasing-Techniken etabliert, um die Rationalität in den Unternehmensentscheidungen zu erhöhen.¹²

Die Experten geben verschiedene Formen der Thematisierung im weiteren Sinne an: Führungstrainings, Verhandlungstrainings, Analyse der Entscheidungsträger auf der gegnerischen Seite sowie deren Motivlagen. Die Thematisierung erfolgt allerdings wenig bis nicht systematisch.

Die Analyse der Motivlagen von internen Entscheidungsträgern und Treibern des Prozesses wird als besonders relevant erachtet. Von Interesse sind die Motive der Verantwortlichen einzelner Divisionen, die der Landesgesellschaften im Verhältnis zur Zentrale aber auch die Eigeninteressen Einzelner aufgrund der gegebenen Incentivierung (s. auch Kapitel 4.4.).

„In den Divisionen sind die Motivlagen der Akteure schon ein Thema: Da haben die Kaufpreise ja eine Wirkung auf die Zielerreichungsgrade des Managements und damit auch auf ihre Bonuszahlungen.“ (U1)

„Wir versuchen genau herausfinden, was die Motivation für eine Transaktion ist: Wo kommt die Idee her? Wer treibt die Idee? Und wie sieht dessen Interessenlage aus? Wenn klar ist, dass die Idee aus Eigeninteresse getrieben ist, kommt diese Idee nicht weit.“ (U5)

Eine Thematisierung findet auch über folgende Aspekte statt: Förderung eines „out-of-the-box-Denkens“ mit heterogenen Teams, Debiasing, Diskussion über die Zusammensetzung von Gremien sowie eine eher indirekte Thematisierung durch die Betonung der Rationalität und der Szenarienbildung bei der Unternehmensbewertung. Es zeigt sich, dass in diesem Bereich Potenzial besteht, Themen der Irrationalität mit in den Prozess systematisch zu integrieren, vor allem eine Hinterfragung der Motivlagen von intern und extern Beteiligten scheint sinnvoll.

Eine Diskussion über rationale Aspekte auf der Individualebene, insbesondere der Motivlage der einzelnen Akteure und der Berater scheint dringend geboten. Die **individuelle Zielerreichung** spielt eine ganz wesentliche Rolle und wird bestimmt von dem **erwarteten „Nutzen“ des Entscheidungsträgers**¹³.

¹² Vgl. Internationaler Controller Verein (2015)

¹³ Vgl. Lange / Schaefer (2008), S. 151.

„Sie kriegen immer einen Cocktail, den irgendwer rational erklären kann und ein anderer total irrational findet: Sie haben unterschiedliche Interessen, asymmetrische Informationsstände und Gremien-Beschlüsse, wo aus taktischen Erwägungen das eine so und das andere so entschieden wird.“ (U10)

7. Lessons Learned

M&A-Transaktionen durchlaufen meist einen sehr komplexen Prozess, der eine Entscheidung garantieren soll, die rational, d.h. nutzenmaximal, für das Unternehmen und dessen Eigentümer sein soll. Der Blick in die Praxis zeigt, dass diesem Ideal Irrationalitätstreiber entgegenstehen. Die relevantesten, die von den Experten genannt werden, sind die Manipulierbarkeit von Bewertungsmodellen, die Bewertung der erwarteten Synergieeffekte, strategische Faktoren im Zusammenhang mit Druck, der aus einer öffentlich kommunizierten Strategie resultiert, individuelle Interessen und Incentivesysteme, die nicht sicherstellen, dass individuelle und Unternehmensinteressen in Einklang gebracht werden, taktische Erwägungen bei Gremienentscheidungen, sowie die Emotionalität der Akteure, vor allem in den Verhandlungen und in der PMI-Phase. Die Interviews mit den Experten zeigen, dass Potential besteht, die Prozesse noch rationaler zu gestalten und Gestaltungsempfehlungen ableitbar sind:

1. Der Rationalitätsbegriff bedarf der Definition!

Was rational ist, ist abhängig von der Perspektive (Manager vs. Anteilseigner, Mitarbeiter vs. Manager, Division vs. Zentrale, operative Einheit vs. entscheidendes Gremium) und muss von den Entscheidungsträgern analysiert und definiert werden! Rationalität auf Unternehmensebene orientiert sich am finanziellen, quantifizierbaren Nutzen sowie an strategischen Komponenten und muss anhand nachvollziehbarer Akquisitionskriterien definiert werden. Strategie darf dabei nicht als Interpretationsspielraum individueller Interessen dienen, aber auch – im Sinne der Wettbewerbsfähigkeit – nicht vernachlässigt werden.

2. Machen Sie Irrationalität zum Thema und analysieren Sie die Motivlagen der Beteiligten!

Den Homo Oeconomicus gibt es nicht – auch nicht in M&A-Transaktionen. Verhaltenstheoretische Aspekte sollten – unabhängig von der Hierarchiestufe - thematisiert und die Beachtung möglicher Irrationalitäten in den Prozess integriert werden. Die Motivlagen der an der Transaktion Beteiligten (intern & extern; Target & Käufer) sollten systematisch erfasst werden. Dabei sind auch die von Interesse, die M&A-Prozesse aufsetzen und auch aushebeln können sowie die, die letztendlich entscheiden. Hier ist es auch am Vorstand, Commitment zu den eigenen Prozessen zu zeigen!

3. Bewertungsmodelle sind nur so gut wie ihr Input!

Bewertungsmodelle bieten eine hilfreiche Entscheidungsgrundlage für oder gegen eine Transaktion, sofern die getroffenen Annahmen und Inputfaktoren plausibel abgeleitet werden – genau hier liegt aber auch ihre Limitation! Konfrontationsgespräche, in denen die Inputfaktoren einem unabhängigen Team begründet werden müssen, helfen die Manipulierbarkeit der Modelle zu begrenzen.

4. Synergiecontrolling ausbauen!

Synergieeffekte werden häufig nur auf oberer Ebene quantifiziert und zu wenig auf einzelne Verantwortungsbereiche herunter gebrochen. Dann ist „strategisch“ gleichbedeutend mit „zu teuer“. Es fehlt an der konkreten Überprüfbarkeit und der Verbindung zur Incentivierung. Ein effektives Synergiecontrolling kann hier helfen.

5. Anreizstrukturen steuern die individuelle Rationalität!

Die individuelle Rationalität wird stark von den Anreizen beeinflusst, die gegeben werden. Die Systeme müssen daraufhin überprüft werden, welches Verhalten von den internen und externen Akteuren erwünscht ist und welches Verhalten gefördert wird. Die Qualität der M&A-Prozesse sollte als Grundlage für Incentives mit herangezogen werden und nicht nur,

ob ein Deal gemacht wird oder nicht. Das beinhaltet auch Anreize für nicht zustande gekommene Deals, denn vielfach ist der nicht gemachte, abgebrochene Deal der bessere.

6. Motivlagen von Gremienmitgliedern transparent machen!

Auch Gremienentscheidungen müssen kritisch hinterfragt und die Motivlagen der einzelnen Mitglieder transparent gemacht werden. Die interne Politik spielt bei der Beurteilung von Transaktionen oft eine Rolle. Der Herdeneffekt kann eine Rolle spielen, d.h. die individuellen Entscheidungen können anders ausfallen, wenn Einzelne unabhängig und ggf. anonym voneinander befragt werden würden. Das wird bei anonymen Abstimmungen besser beachtet.

7. Emotionalität berücksichtigen und entschärfen!

Emotionen beruhen oftmals auf Intuition und haben durchaus ihre Berechtigung – auch in M&A-Transaktionen, wenn schnell komplexe Entscheidungen getroffen werden müssen. Sie sind aber auch kritisch zu hinterfragen, vor allem wenn das notwendige Erfahrungswissen und die Expertise fehlen, sich das Problem strukturiert zerlegen lässt und es anderslautende Analysen gibt.

8. Offen sein für gute Beratung!

Verschiedene Bedingungen helfen, eine gute, rationalitätsfördernde Beratung sicherzustellen: sorgfältige Auswahl der Berater, Aufbau von vertrauensvollen und langjährigen Beziehungen, Sicherstellung der Unabhängigkeit von Folgeaufträgen, die Beachtung der Wirkung von Anreizstrukturen und die explizite Formulierung eines ergebnisoffenen, neutralen Beratungsprozesses.

8. Fazit

M&A-Transaktionen werden selten so erfolgreich, wie sie geplant wurden. Dies wirft immer wieder die Frage auf, ob die Entscheidung für eine Transaktion eine „gute“, d.h. rationale Entscheidung war und ob der Prozess auf optimale Weise geführt wurde. Die vorliegende Studie greift diese Fragen auf, indem Experten aus 24 DAX-30-Unternehmen zum Thema „Rationalität und Irrationalität im M&A-Prozess“ befragt wurden. Wunsch und Wirklichkeit fallen deutlich auseinander und gerade Faktoren, die die Rationalität in einem Prozess erhöhen sollen, können diese in eine ungewollte Richtung treiben: Wachstumsstrategie, Bewertungsmodelle, Gremienentscheidungen, Anreizsysteme, aber auch Eigeninteressen der Akteure und Emotionen spielen eine große Rolle. In Teil II der Studie bestätigen die Experten die hohe Relevanz verhaltenstheoretischer Phänomene wie den Planungsfehlschluss, den Herdeneffekt, die Selbstüberschätzung u.a. im M&A-Prozess. So werden Ansatzpunkte für die Steigerung der Rationalität in M&A-Prozess sichtbar und es lassen sich wertvolle Lessons Learned ableiten.

Literaturverzeichnis

Baecker, P.N. et al.: Unternehmensbewertung: Grundlage rationaler M&A-Entscheidungen?, in: M&A Review, 2007, S. 270-277.

Beck, H.: Behavioral Economics, 2014.

Becker, G.S.: Irrational Behaviour and Economic Theory, in: Journal of Political Economy, Vol. 70, No. 1,2/1962, S. 1-13.

Göbel, E.: Unternehmensethik / Grundlagen und praktische Umsetzung, 2013.

Holland, J.M./ Miller, J. H.: Artifical Adaptive Agents in Economic Theory, in: American Economic Review, Vol. 81/1991, S. 365-370.

Internationaler Controller Verein: Mit Debiasing-Techniken zu rationalen Unternehmensentscheidungen, 2015; abrufbar unter: https://www.haufe.de/controlling/controllerpraxis/unternehmensentscheidungen-mit-debiasing-techniken_112_320768.html.

Internationaler Controller Verein: Entscheidungsprozesse verbessern: Mit Speak-up-Mentalität gegen das Sunflower-Management angehen, 2015; abrufbar unter: https://www.haufe.de/controlling/controllerpraxis/controllerpreis-2015-entscheidungsprozesse-verbessern_112_301656.html.

Lange, C. / Schaefer, S.: Verhaltensorientierung im Controlling – Forschungsstand und Entwicklungsperspektiven, in: Freidank, C.-C. et al., Controlling und Rechnungslegung, 2008, S. 139-157.

Niemann, T. E.: Intuition im Management – Fluch und Segen? , in: Controlling & Management Review, 3/2013,, S. 24-28; abrufbar unter: <http://link.springer.com/article/10.1365%2Fs12176-013-0753-y>.

Rausch, A.: Analyse ist gut, Intuition ist besser – Oder umgekehrt?, in: Controlling & Management Review, 2013, S. 14-22; abrufbar unter: <http://link.springer.com/article/10.1365/s12176-013-0752-z>.

Tversky, A. / Kahneman, D.: Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, New Series, Vol. 185, No. 4157, 1974, S. 1124-1131.

Wirtz, B. W: Mergers & Acquisitions Management, 2014.